

EFISIENSI MODAL KERJA: APAKAH RELEVAN? BELAJAR HASIL-HASIL PENELITIAN DARI SELURUH DUNIA

Oleh:

Petrus Emanuel de Rozari ¹⁾

E-mail : rosaripeter@yahoo.com

¹⁾Dosen Tetap pada Jurusan Administrasi Bisnis FISIP Undana

ABSTRACT

The purpose of this paper is to evaluate the conceptual of working capital efficiency in relation to financial performance of profitability and value of the firm. The concept of working capital management using cash conversion cycle, working capital policy and liquidity. Data collected during 2003-2013 in financial management researches, both in developing countries and developed countries, both in large and small firms.

The findings showed that in fact of the cash conversion cycle is longer, conservative working capital policy and higher liquidity, it produces a higher financial performance. Under conditions as "inefficiency", it produces optimal financial performance. This is presumably due to the influence of company size, growth rate of sales and leverage. These results are expected to discourse of working capital efficiency in relation to performance and lead to further empirical studies.

Keywords: *Working capital management, financial performance, efficiency.*

PENDAHULUAN

Efisien manajemen modal kerja memainkan peran penting dari strategi perusahaan secara keseluruhan dalam rangka menciptakan nilai pemegang saham atau nilai perusahaan (Gitman and Zutter, 2012 : 600). Efisiensi penggunaan modal kerja berarti tercapainya keseimbangan dalam investasi dan pendanaan modal kerja yang ideal (tidak lebih dan tidak kurang) (Charitou, 2012 : 63). Pengelolaan modal kerja yang efisien memungkinkan sebuah perusahaan untuk bereaksi dengan cepat terhadap perubahan yang terjadi dalam lingkungan ekonomi dan mendapatkan keunggulan kompetitif atas para pesaingnya (Ching, et al, 2011 : 74). Pemanfaatan modal kerja secara efisien karena adanya keyakinan bahwa tindakan ini memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan secara keseluruhan dalam jangka panjang. Sebaliknya, perusahaan-perusahaan yang gagal dalam mengelola modal kerja akan terbawa dalam kondisi *insolvency* dan kesulitan keuangan (*financial distress*), bahkan bisa terjadi kebangkrutan.

Efisiensi manajemen modal kerja bertujuan untuk memastikan keseimbangan yang optimal antara profitabilitas dan risiko. Tujuan ini dapat dicapai dengan pemantauan secara terus menerus dari komponen modal kerja seperti kas atau setara kas, piutang, persediaan dan

utang. Bahkan efisiensi manajemen modal kerja adalah bagian mendasar dari strategi perusahaan secara keseluruhan dalam menciptakan nilai perusahaan (Deloof, 2003 : 573). Nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Harga saham di pasar modal terbentuk berdasarkan kesepakatan antara permintaan dan penawaran investor, sehingga harga saham merupakan *fair price* yang dapat dijadikan sebagai proksi nilai perusahaan (Wijaya, et al, 2010 : 2).

Pada saat persaingan global seperti sekarang ini yang menggerus harga dan menurunkan margin keuntungan, sementara perusahaan membutuhkan uang tunai untuk ekspansi internal atau luar negeri, berinvestasi dalam teknologi dan produk baru dan kebutuhan membayar utang, maka manajer mulai beralih ke modal kerja sebagai sumber kas. (Ching, et al, 2011 : 75).

Optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan (Fama dan French, 1998 : 819). Secara tradisional literatur-literatur keuangan perusahaan lebih fokus pada studi keputusan keuangan jangka panjang, khususnya keputusan investasi, keputusan struktur modal, keputusan dividen dan keputusan penilaian perusahaan (Sadiamajeed, et al, 2013 : 36; Teruel and Solano, 2007 : 164). Perhatian terhadap pengembangan manajemen modal kerja baru berlangsung dalam dua dekade terakhir (Sadiamajeed, et al, 2013 : 36).

Sebagian besar waktu dan upaya *Chief Financial Officer* (CFO) dikhususkan untuk pengelolaan modal kerja. Sebuah studi dari Fortune 1000 menemukan bahwa lebih dari sepertiga waktu manajer keuangan dihabiskan untuk mengelola aktiva lancar dan seperempat waktu dihabiskan untuk mengelola kewajiban lancar (Gitman and Zutter, 2012 : 600). Namun, sejumlah besar kegagalan bisnis telah dikaitkan dengan ketidakmampuan manajer keuangan untuk merencanakan dan mengontrol dengan baik aktiva lancar dan kewajiban lancar perusahaan (Smith, 1973 : 51). Oleh karena itu, ada kebutuhan untuk mengembangkan praktik manajemen modal kerja yang berkelanjutan (Kaur and Singh, 2013).

Dilema dalam pengelolaan modal kerja adalah untuk mencapai *trade-off* yang diinginkan antara likuiditas dan profitabilitas (Smith, 1980). Mengacu pada *risk and return theory*, investasi dengan risiko yang lebih akan mengakibatkan lebih banyak *return*. Dengan demikian, perusahaan dengan likuiditas modal kerja yang tinggi mungkin memiliki risiko rendah, maka profitabilitas rendah. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki likuiditas modal kerja rendah menghadapi risiko tinggi yang mengakibatkan profitabilitas yang tinggi (Ray, 2012 : 127).

Tingkat modal kerja yang optimal ditentukan sebagian besar dengan metode pengelolaan aktiva lancar dan kewajiban lancar. Hal ini membutuhkan pemantauan terus menerus untuk mempertahankan tingkat yang tepat dalam berbagai komponen modal kerja. Khususnya bagi perusahaan manufaktur yang jumlah aktiva lancarnya meliputi lebih dari setengah total asset perusahaan (Gitman and Zutter, 2012), sehingga tepat untuk mendapat perhatian penuh dalam pengambilan keputusan manajer perusahaan.

Modal kerja merupakan masalah penting dalam pengambilan keputusan keuangan karena menjadi bagian dari investasi dalam aset yang membutuhkan pembiayaan investasi yang tepat. Namun, modal kerja selalu diabaikan dalam pengambilan keputusan keuangan karena melibatkan investasi dan pembiayaan dalam jangka pendek (Sadiamajeed, et al, 2012 : 80). Selanjutnya, manajemen modal kerja juga bertindak membatasi dalam kinerja keuangan, karena tidak memberikan kontribusi terhadap *return on equity* (Sanger, 2001).

Bagian penting dalam pengelolaan modal kerja diperlukan untuk mempertahankan likuiditas dalam operasi sehari-hari untuk memastikan kelancaran operasional dan memenuhi kewajiban-kewajiban perusahaan (Eljelly, 2004 : 48). Namun, ini bukan tugas yang sederhana karena manajer harus memastikan bahwa operasi bisnis berjalan secara efisien dan menguntungkan. Ada kemungkinan terdapat ketidakcocokan aktiva lancar dan kewajiban lancar selama proses ini. Jika hal ini terjadi dan manajer perusahaan tidak bisa mengelolanya dengan baik maka akan mempengaruhi pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas. Masalah dalam mengelola modal kerja adalah perusahaan harus mempertimbangkan semua item dan mencoba untuk menyeimbangkan risiko dan hasil tersebut.

Manajemen modal kerja dibutuhkan untuk memastikan bahwa perusahaan memiliki arus kas yang cukup untuk melanjutkan operasi normal perusahaan sedemikian rupa, sehingga meminimalkan risiko ketidakmampuan untuk membayar kewajiban jangka pendek. Selain itu, manajer harus mencoba untuk menghindari investasi modal kerja yang tidak perlu, karena membebankan *opportunity cost* kepada perusahaan dan menurunkan profitabilitas perusahaan. Namun, menyeimbangkan likuiditas perusahaan dan profitabilitas bukanlah tugas yang sederhana dan tergantung pada efisiensi pengelolaan modal kerja. Manajemen modal kerja merupakan “aliran darah” bagi perusahaan dan tugas utama manager adalah mempertahankan aliran tersebut dan menggunakan *cash flow* untuk menghasilkan laba (Saghir, 2011 : 1003).

Indikator utama dari manajemen modal kerja yang lazimnya digunakan dalam penelitian-penelitian bisnis adalah siklus konversi kas (*cash conversion cycle*) yang disebut sebagai pendekatan dinamis dan *current ratio* sebagai pendekatan statis (Sadiamajeed, et al, 2013 : 36). Dalam paper ini, siklus konversi kas dan komponennya digunakan sebagai dasar untuk menilai efisiensi pengelolaan modal kerja untuk menentukan relevansinya dalam pencapaian tujuan profitabilitas dan nilai perusahaan.

Beberapa faktor determinan dari manajemen modal kerja menunjukkan bahwa variabel-variabel spesifik perusahaan (variabel internal) dan variabel makroekonomi (variabel eksternal) akan mempengaruhi efisiensi pengelolaan modal kerja (Manoori and Muhammad, 2012 : 16 - 17). Variabel spesifik perusahaan berkaitan dengan kapasitas operasional dan kemampuan perusahaan untuk mengakses pembiayaan eksternal. Variabel tersebut meliputi antara lain ukuran perusahaan (*firm's size*), pertumbuhan penjualan (*sales growth*) dan pengungkit (*leverage*). Melalui tulisan ini, variabel-variabel tersebut akan dievaluasi dengan efisiensi modal kerja untuk memperoleh relevansinya dalam pencapaian kinerja keuangan perusahaan.

Sampai sejauh ini, studi-studi terhadap pengaruh manajemen modal kerja terhadap kinerja keuangan masih menunjukkan hasil yang saling bertentangan atau tidak konsisten. Pengelolaan terhadap modal kerja mungkin memiliki dampak negatif dan positif terhadap profitabilitas dan peningkatan kekayaan pemegang saham dan nilai perusahaan. Teori yang menyatakan bahwa efisiensi modal kerja memberikan dampak signifikan terhadap peningkatan kinerja keuangan perusahaan ternyata disini patut dipertanyakan. Disamping itu, diduga bahwa terdapat suatu tingkat tertentu dari kebutuhan modal kerja, yang berpotensi memaksimalkan tingkat pengembalian bagi perusahaan (Gill et al, 2010 : 2).

Sebagian besar penelitian menemukan pengaruh negatif antara manajemen modal kerja dengan profitabilitas dan nilai perusahaan. Penelitian-penelitian tersebut dilakukan di negara-negara berkembang (*developing country/emerging market*) seperti Nigeria (Sunday, 2012 dan Falope and Ajilore, 2000), India (Ashraf, 2012), Pakistan (Sadiamajeed, et al, 2012), Iran (Alavinasab and Davoudi, 2013), Turki (Karaduman, et al, 2011 dan Vural, et al, 2012),

Brazil (Teruel and Solano, 2007), dan Malaysia (Azhar dan Noriza, 2010). Hasil yang sama juga ditemukan di negara-negara maju (*developed country*) seperti Singapura (Manoouri and Muhammad, 2012), United States of Amerika (Gill, et al, 2010), Belgia (Deloof, 2003) dan pada perusahaan-perusahaan di Eropa (Garcia, et all, 2011).

Namun, penelitian yang dilakukan di Indonesia oleh Charitou, et all (2012) tidak mendukung terhadap efisiensi modal kerja yang menunjang pencapaian kemampulabaan, karena ternyata semakin panjang periode dana yang tertanam dalam modal kerja memberikan dampak meningkatkan profitabilitas. Hasil temuan yang sama terjadi pula di Nigeria (Akinleye, et al, 2012), Brazil (Garcia, et al (2011), dan Turki (Vural, et al. 2012). Demikian juga hasil penelitian di pasar Negara maju USA (Gill, et all, 2010).

Hasil penelitian yang menemukan pengaruh negatif dan signifikan antara manajemen modal kerja dengan kinerja keuangan perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan telah menerapkan efisiensi pengelolaan modal kerja yang baik. Hal ini ditunjukkan dengan makin pendeknya periode siklus kas mengakibatkan meningkatkan profitabilitas dan nilai pasar perusahaan, demikian sebaliknya. Namun, hasil penelitian yang menemukan dampak positif antara manajemen modal kerja dengan kinerja keuangan mengharuskan penyelidikan lebih lanjut faktor-faktor penyebab sebagaimana dimaksud oleh penulisan paper ini dengan merujuk pada hasil-hasil penelitian dari seluruh dunia.

Pertanyaan pokok yang diajukan adalah : Apakah efisiensi modal kerja masih relevan pada saat sekarang ini? Apakah mempertahankan efisiensi modal kerja selalu mendatangkan kinerja keuangan yang baik? Bagaimana kondisi efisiensi modal kerja pada usaha kecil? Pertanyaan-pertanyaan tersebut coba dijawab dengan studi literatur terhadap hasil-hasil penelitian dibidang manajemen keuangan dari mancanegara selama periode tahun 2003 – 2013. Dengan sistematika pembahasan meliputi : teori manajemen modal kerja, hasil kajian empiris, kondisi pada usaha kecil, serta simpulan dan tindak lanjut.

Tabel : 1

Variabel-Variabel Pengukur Efisiensi Modal Kerja

Variabel/Sub Variabel	Konsep	Kriteria untuk Efisiensi
<i>Gross Profit Margin (GPM)</i>	<i>(Gross profit/Net Sales)</i>	+
<i>Net Profit Margin (NPM)</i>	<i>Earning After Tax/Net Sales</i>	+
<i>Return on Asset (ROA)</i>	<i>(EBIT/ Total Assets)</i>	+
<i>Return on Equity (ROE)</i>	<i>(EBIT/ Total Shareholder Equity)</i>	+
<i>Tobin's Q (Y₂)</i>	<i>(MV of Outstanding Share + Debt)/Firm's Asset</i>	+
<i>Average Collection Period (ACP)</i>	<i>(Account Receivable/ Net Sales)</i>	-
<i>Inventory Turnover in Days (ITD)</i>	<i>x 365 (Inventory/CGS) x 365</i>	-
<i>Average Payment Period (APP)</i>	<i>(Account Payable/ (CGS) x 365</i>	+
<i>Cash Conversion Cycle</i>	<i>ACP + ITD – APP</i>	-

Variabel/Sub Variabel	Konsep	Kriteria untuk Efisiensi
(CCC)		
<i>Firms's Size (Size)</i>	<i>Log natural Size</i>	+
) <i>Sales Growth</i>	$(Sales_t - Sales_{t-1}) / Sales_{t-1}$	+
) <i>Degree of Leverage (DER)</i>	$(Total\ Debt / Total\ Total\ Equity)$	-

Sumber : dari berbagai sumber

Keterangan : (+) artinya pengaruhnya relatif positif terhadap pembentukan efisiensi

(-) artinya pengaruhnya relatif negatif terhadap pembentukan efisiensi

PEMBAHASAN

Teori Manajemen Modal Kerja

Manajemen modal kerja (*working capital management*) berkaitan dengan manajemen terhadap aktiva lancar dan hutang lancar serta pembiayaan aktiva lancar tersebut (Gill, et al, 2010 : 1). Keputusan-keputusan keuangan tersebut berjangka waktu pendek dengan pengelolaan sumber-sumber daya perusahaan dalam periode kurang dari satu tahun, sehingga disebut juga sebagai manajemen keuangan jangka pendek (*short-term financial management*) (Gitman and Zutter, 2012 : 600). Adapun tujuan manajemen modal kerja adalah untuk mengelola setiap *current assets* dan *current liabilities* yang dimiliki perusahaan untuk mencapai suatu keseimbangan antara profitabilitas dan resiko yang memberikan kontribusi positif terhadap nilai perusahaan (Kaur and Singh : 2013 : 197; Gill et al, 2010 : 2; Vural et al, 2012 : 489; dan Gitman and Zutter, 2012 : 600).

Ada dua konsep untuk modal kerja: modal kerja kotor (*gross working capital*) dan modal kerja bersih (*net working capital*) (Uremadu, et al, 2012 : 83). *Pertama*, modal kerja kotor mengacu pada investasi perusahaan dalam aktiva lancar. Aktiva lancar adalah *asset* yang dapat dikonversi menjadi uang tunai dalam satu tahun buku yang meliputi kas, sekuritas jangka pendek, tagihan piutang, dan persediaan (*inventory*). *Kedua*, modal kerja bersih mengacu pada perbedaan antara aktiva lancar dan kewajiban lancar. Kewajiban lancar adalah klaim-klaim dari luar yang jatuh tempo pembayaran dalam satu tahun akuntansi, termasuk di dalamnya kreditur (utang), tagihan dari *supplier*, dan biaya-biaya yang terutang. Modal kerja bersih dapat menjadi positif atau negatif. Sebuah modal kerja bersih positif ketika aktiva lancar melebihi kewajiban lancar, sementara modal kerja bersih negatif terjadi ketika kewajiban saat ini melebihi aktiva lancar (Uremadu, et al, 2012 : 83; dan Gitman and Zutter, 2012 : 601).

Kedua konsep modal kerja diatas tidak eksklusif, melainkan memiliki makna yang sama dari sudut pandang manajemen. Modal kerja kotor memfokuskan perhatian pada dua aspek manajemen aktiva lancar. (i) Bagaimana mengoptimalkan investasi dalam aktiva lancar? dan (ii) Bagaimana seharusnya aktiva lancar tersebut akan dibiayai?

Pada butir (i) di atas, konsepnya bahwa pertimbangan tingkat investasi dalam aktiva lancar harus menghindari dua titik bahaya, investasi berlebihan dan tidak memadai dalam aktiva lancar. Investasi dalam aktiva lancar seharusnya hanya memadai (tidak lebih, tidak kurang) dengan kebutuhan bisnis perusahaan. Investasi berlebihan dalam aktiva lancar harus dihindari karena sebagai investasi menganggur dan merusak profitabilitas perusahaan. Di sisi

lain, jumlah modal kerja yang tidak memadai dapat mengancam solvabilitas perusahaan karena ketidakmampuan untuk memenuhi kewajiban-kewajiban yang segera harus dipenuhi. Perlu disadari bahwa kebutuhan modal kerja mungkin berfluktuasi dengan perubahan kegiatan usaha. Hal ini seringkali dapat menyebabkan kelebihan atau kekurangan modal kerja. Manajemen harus melakukan tindakan yang benar dan mengoreksi ketidakseimbangan modal kerja yang disebut sebagai efisiensi modal kerja (Uremadu, 2012 : 83).

Aspek lain dari poin modal kerja kotor adalah kebutuhan mengatur dana untuk membiayai aktiva lancar. Setiap kali kebutuhan dana untuk modal kerja timbul akibat meningkatnya aktivitas bisnis atau untuk alasan lain, pengaturan pembiayaan harus dilakukan dengan cepat. Demikian pula, jika tiba-tiba muncul kelebihan dana maka tidak akan dibolehkan untuk tetap menganggur, tetapi harus diinvestasikan pada surat-surat berharga. Dengan demikian, manajer keuangan harus memiliki pengetahuan tentang sumber dana modal kerja serta jalan investasi sementara untuk dana yang menganggur.

Posisi modal kerja yang berlebihan atau modal kerja yang tidak memadai akan berbahaya dari sudut pandang perusahaan. Hal ini karena modal kerja yang berlebihan berarti dana menganggur yang berarti tidak ada keuntungan bagi perusahaan (Uremadu, 2012 : 82). Sebaliknya, kekurangan modal kerja tidak hanya merusak profitabilitas perusahaan, tetapi juga menghasilkan gangguan produksi dan inefisiensi.

Hal ini menunjukkan kebutuhan untuk menyeimbangkan posisi modal kerja perusahaan dalam rangka menjaga likuiditas yang memadai, meminimalkan risiko dan meningkatkan profitabilitas pada setiap saat (Vural et al, 2012; dan Uremadu, et al, 2012). Manajemen puncak harus menjaga proporsi modal kerja yang tepat secara terus menerus untuk menjamin berfungsinya operasi bisnis. Untuk itu, teknik-teknik penilaian keuangan dan statistik harus digunakan untuk memprediksi kuantum modal kerja yang dibutuhkan pada periode waktu yang berbeda (Uremadu, et al, 2012 : 82). Dengan kata lain, tujuan utama dari manajemen modal kerja adalah untuk mencapai keseimbangan optimal antara komponen-komponen manajemen modal kerja (Gill, 2011; dan Vural et al, 2012).

Singkatnya, akan terlihat bahwa baik konsep modal kerja kotor dan modal kerja bersih sama-sama penting untuk manajemen modal kerja yang efisien. Oleh karena itu, perusahaan harus menjaga tingkat optimal modal kerja yang memaksimalkan profitabilitas dan nilai perusahaan (Deloof, 2003 : 573). Tidak ada cara yang tepat untuk menentukan jumlah yang tepat dari modal kerja kotor atau modal kerja bersih untuk setiap perusahaan. Data dan masalah masing-masing perusahaan harus dianalisis untuk menentukan jumlah modal kerja. Hal ini juga tidak lazim dalam praktik untuk membiayai aktiva lancar sebesar sumber jangka pendek saja, dalam menjaga kendala dari masing-masing perusahaan, melainkan campuran kebijaksanaan keuangan jangka panjang dan jangka pendek harus diinvestasikan dalam aktiva lancar. Karena aktiva lancar melibatkan biaya modal (*cost of capital*), sehingga harus dimanfaatkan dengan produktif (Uremadu, et al, 2012 : 84).

Hasil-Hasil Penelitian Empiris : Relevansi Efisiensi Modal Kerja

Penelitian yang menguji pengaruh siklus konversi kas terhadap kinerja keuangan perusahaan memberikan hasil yang beragam. Sebagian penelitian menemukan fenomena yang sejalan dengan teori manajemen keuangan yang efisien, sebagian lainnya menemukan hal yang bertolak belakang yang menimbulkan masalah relevansinya efisiensi modal kerja berpengaruh nyata dalam meningkatkan kinerja perusahaan.

Penelitian Sadiamajeed, et al (2012) pada perusahaan-perusahaan di Pakistan menemukan bahwa siklus konversi kas, periode pengumpulan piutang, dan periode perputaran persediaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap profitabilitas yang diukur dari tingkat pengembalian modal (ROE). Sebaliknya, periode pembayaran utang berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Vural, et al (2012) yang dilakukan pada 75 perusahaan manufaktur yang *listed* di *Istanbul Stock Exchange* untuk periode 2002 – 2009 dengan indikator profitabilitasnya margin keuntungan kotor (GOP). Hal ini sejalan dengan teori manajemen modal kerja, bahwa semakin pendek periode pengumpulan piutang, periode perputaran persediaan dan siklus konversi kas serta semakin panjang periode pembayaran utang akan meningkatkan profitabilitas. Dengan kata lain, perusahaan mampu menciptakan efisiensi dalam pengelolaan modal kerjanya. Efisiensi yang dicapai tersebut berbanding lurus dengan ukuran perusahaan dan tingkat pertumbuhan penjualan yang berpengaruh positif dan signifikan dengan profitabilitas. Efisiensi tersebut lebih bermakna pada kondisi pengaruh variabel-variabel ukuran perusahaan dan pertumbuhan penjualan ternyata negatif dan *leverage* positif (Vural, et al, 2012; dan Alavinasab and Davoudi, 2013).

Dengan menggunakan sampel yang dilakukan secara random pada tiga sektor manufaktur terpilih di pasar Pakistan selama periode 2006 – 2010, Sadiamajeed, et al, (2012) menunjukkan pengaruh negatif dari siklus konversi kas dan komponen-komponennya terhadap kinerja keuangan (ROA). Hal ini berarti bahwa semakin lama periode konversi kas, periode piutang, periode persediaan dan periode utang akan menurunkan profitabilitas perusahaan. Dengan demikian dengan mengurangi rata-rata persediaan, periode penagihan piutang, periode pembayaran utang, dan siklus konversi kas akan meningkatkan profitabilitas perusahaan. Hasil ini tampaknya sudah sesuai dengan teori yang mengatakan makin pendek siklus konversi kas, periode piutang dan periode persediaan memberikan dampak menaikkan tingkat keuntungan, demikian sebaliknya. Namun tidak sesuai pada variabel periode pembayaran utang, yang dalam penelitian ini berpengaruh negatif signifikan. Salah satu alasan tepat berkaitan dengan pengaruh pergerakan negatif periode pembayaran utang terhadap profitabilitas adalah bahwa perusahaan telah memanfaatkan potongan selama periode pembayaran yang ditentukan oleh *supplier*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Manoori dan Muhammad (2012) pada pasar Singapura selama periode 2003 – 2010 pada 94 perusahaan di *Singapore Exchange Board* (SGE). Demikian pula sejalan dengan penelitian yang dilakukan Karaduman, et al (2011) pada *Istanbul Stock Echange*. Sedangkan penelitian Asraf (2012), menemukan pengaruh negatif dan signifikan antara siklus konversi kas dan komponen-komponennya dengan kinerja operasional bersih perusahaan (NOP). Dengan menggunakan sampel yang terdiri dari 1.009 perusahaan besar non-keuangan yang terdaftar di pasar Belgia, Deloof (2003) juga menemukan pengaruh yang sama dengan indikator profitabilitasnya adalah margin keuntungan kotor (GPM).

Sampai sejauh ini jika disandingkan dengan variabel-variabel kontrol dalam uji yang sama, ternyata konsisten dengan pergerakan pengaruh ukuran perusahaan dan pertumbuhan penjualan yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan sukses mengupayakan peningkatan omzet dan manajemen modal kerja yang efisien untuk mencapai peningkatan kinerja keuangan. Kondisi ini juga ditunjang dengan pengurangan penggunaan *leverage* untuk pembiayaan perusahaan, terbukti dengan terjadinya pengaruh negatif (dan signifikan) antara derajat *leverage* dengan kinerja perusahaan.

Apabila analisis ini diteruskan dengan hanya menggunakan indikator siklus konversi kas sebagai komponen utama pengukuran efisiensi manajemen modal kerja, maka terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara siklus konversi kas dan profitabilitas, sebagaimana yang ditemukan oleh Alavinasab and Davoudi (2013) pada *Tehran Stock Exchange*, Ashar and Noriza (2010) pada pasar Malaysia, dan Sunday, et al (2012) pada bursa Nigeria dengan variabel dependennya tingkat pengembalian *assets* (ROA) dan tingkat pengembalian modal (ROE). Demikian pula penelitian Sunday, et al (2012) dan Ashar and Noriza (2010) dengan indikatornya nilai perusahaan (TQ).

Namun hasil-hasil penelitian diatas bertolak belakang dengan penelitian-penelitian berikut ini yang menemukan pengaruh positif dan signifikan antara siklus konversi kas, periode pengumpulan piutang, periode perputaran persediaan, dan periode pembayaran utang dengan profitabilitas dan nilai perusahaan. Hal ini berarti tidak sejalan dengan teori bahwa semakin pendek periode pengumpulan piutang, periode perputaran persediaan dan siklus konversi kas akan meningkatkan profitabilitas. Sebaliknya, hasil ini menunjukkan semakin panjang periode pengumpulan piutang, periode perputaran persediaan, periode pembayaran utang dan siklus konversi kas justru akan meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan. Penelitian tersebut dilakukan Vural, et al (2012) pada pasar di Turki dengan variabel dependennya nilai perusahaan (TQ), penelitian Akinleye, et al (2012) pada pasar Nigeria, Garcia, et al (2011) pada pasar Eropa, Charitou, et al (2012) pada pasar Indonesia, Ching, et al (2011) pada pasar modal Brasil dengan indikator profitabilitasnya tingkat pengembalian *assets* (ROA). Hasil yang sama juga ditemukan Garcia, et al (2011) pada perusahaan-perusahaan di Eropa dengan indikator profitabilitasnya tingkat pendapatan kotor (GOP), penelitian Ching, et al (2011) pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Brazil dengan indikator variabel dependennya perputaran penjualan (ROS) dan penelitian Sunday, et al (2012) di Nigeria dengan variabel dependennya tingkat pengembalian investasi/assets (ROI).

Analisis terhadap hasil-hasil penelitian ini menunjukkan bahwa siklus konversi kas yang panjang dapat meningkatkan profitabilitas karena mengarah ke penjualan yang lebih tinggi. Namun, profitabilitas perusahaan akan menurun dengan siklus konversi kas yang panjang, jika biaya investasi yang lebih tinggi dalam modal kerja meningkat lebih cepat dibandingkan manfaat dari memegang persediaan lebih lama dan/atau pemberian kredit perdagangan lebih longgar kepada pelanggan (Deloof, 2003 : 585 dan Gill et al, 2010 : 1).

Pada kondisi ini, perusahaan mungkin memiliki tingkat modal kerja optimal yang memaksimalkan nilai perusahaan. Tingkat persediaan yang besar dan kebijakan penjualan kredit yang longgar dapat menyebabkan penjualan tinggi, persediaan yang lebih besar dan mengurangi risiko kekurangan persediaan (*stock-out*). Pembelian barang secara kredit dapat merangsang penjualan karena memungkinkan perusahaan untuk mengakses produk yang berkualitas sebelum membayar (Raheman and Nasr, 2007 : 280). Komponen lain dari modal kerja merupakan utang. Raheman dan Nasr (2007 : 281) menyatakan bahwa menunda pembayaran utang kepada pemasok memungkinkan perusahaan untuk mengakses produk berkualitas yang dibeli dan dapat menjadi sumber pembiayaan murah dan fleksibel. Di sisi lain, menunda pembayaran utang tersebut bisa menjadi mahal jika perusahaan juga menawarkan diskon untuk pembayaran awal. Dengan cara yang sama, dapat meningkatkan rekening piutang tidak tertagih dan menyebabkan masalah arus kas masuk bagi perusahaan.

Efisiensi Modal Kerja pada Usaha Kecil

Pengelolaan modal kerja sangat penting dalam kasus perusahaan kecil dan perusahaan (UKM). Sebagian besar aset perusahaan-perusahaan ini dalam bentuk *asset* lancar (*current assets*). Demikian juga, kewajiban lancar merupakan sumber utama pendanaan keuangan eksternal mereka. Perusahaan-perusahaan kecil pada umumnya memiliki alternatif sumber pendanaan eksternal yang terbatas, yang membuat mereka lebih mandiri dalam pembiayaan jangka pendek yang tersedia pada umumnya, dan kredit supplier pada khususnya (Falope and Ajilore, 2009 : 81). Eksplorasi lebih lanjut terhadap efek perbedaan efisiensi modal kerja pada perusahaan kecil memberikan bukti empiris tentang dampak pengelolaan modal kerja pada profitabilitas dari sampel perusahaan kecil dan menengah.

Beberapa penelitian menyoroti perbedaan ini sebagaimana yang dilakukan oleh Teruel and Solano (2007) yang meneliti 8.872 perusahaan kecil dan menengah (UKM) di Spanyol selama periode tahun 1996 - 2002. Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Falope and Ajilore (2009) pada sampel perusahaan-perusahaan di Nigeria selama periode 1996 – 2005 yang *listed* di *Nigerian Stock Exchange* (NSE) dan penelitian Afeef (2011) pada 93 UKM di Pakistan selama periode 2003 – 2008

Penelitian Teruel and Solano (2007) menemukan bahwa ternyata jangka waktu pengumpulan piutang, perputaran persediaan, lamanya pembayaran utang dan jangka waktu siklus konversi kas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja *asset* perusahaan (ROA). Sedangkan ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas dan *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap profitabilitas.

Sedangkan penelitian Afeef (2011) menemukan pengaruh positif tidak signifikan antara siklus konversi kas dan kinerja *asset* perusahaan (ROA), sedangkan semua komponen siklus konversi kas berpengaruh negatif. Penelitian Falope and Ajilore (2009 : 81) menunjukkan bahwa tanda dan signifikansi pengaruh antara variabel-variabel modal kerja dengan kinerja keuangan adalah sama sebagaimana yang ditemukan dalam model agregat. Dalam model agregat, tingkat pengembalian *asset* (ROA) berkurang dengan semakin panjangnya waktu pengumpulan piutang, perputaran persediaan dan siklus konversi kas atau pengaruhnya negatif dan signifikan. Sedangkan pengaruh variabel ukuran perusahaan terhadap profitabilitas pada umumnya berpengaruh positif pada perusahaan besar dan sebaliknya negatif pada perusahaan kecil. Pertumbuhan penjualan dan *leverage* pada perusahaan kecil berpengaruh positif dan pada perusahaan besar negatif. Hal ini membuktikan bahwa efisiensi modal kerja pada perusahaan kecil tidak berbeda dengan perusahaan besar atau agregatnya.

KESIMPULAN DAN TINDAK LANJUT

Teori yang mengatakan makin pendek siklus konversi kas, periode piutang, periode persediaan dan makin panjang periode pembayaran utang memberikan dampak menaikkan tingkat keuntungan, tidak selamanya sesuai dengan kondisi praktis. Sebaliknya hasil-hasil penelitian menunjukan terdapat pula semakin panjang siklus konversi kas, periode pengumpulan piutang, periode perputaran persediaan, dan semakin pendek periode pembayaran utang justru akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Kondisi tersebut didapatkan baik pada usaha besar maupun usaha kecil. Hal tersebut menunjukkan bahwa teori tersebut “kurang relevan” pada kondisi global sekarang ini. Sehingga dugaan bahwa ada suatu

tingkat tertentu dari kebutuhan modal kerja, yang berpotensi memaksimalkan tingkat pengembalian bagi perusahaan (Gill et al, 2010 : 2) tetap relevan untuk selalu dikaji.

Temuan ini memicu kajian empiris lebih lanjut untuk mengamati kondisi pada *sector* yang lebih luas dengan variabel yang lebih banyak, baik penelitian yang bersifat kuantitatif maupun kualitatif.

DAFTAR PUSTAKA

- Afeef, Mustafa. 2011. Analyzing the Impact of Working Capital Management on the Profitability of SME's in Pakistan. *International Journal of Business and Social Science*. Vol. 2 No. 22, pp 173 – 183.
- Akinleye, G.T., Afolabi A.A. and Olowoniyi A.O. 2012. Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in Nigeria. *European Journal of Social Science*, Vol 34 No. 4, pp 595 – 602.
- Alavinasab, Seyed Mohammad and Davoudi, Esmail. 2013. Studying The Relationship between Working Capital Management and Profitability Of Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Business Management Dynamics*, Vol.2, No.7, pp.01-08.
- Ashraf, Christi Khalid. 2012. The Relationship between Working Capital Efficiency and Profitability. *Advanced in Management*, Vol 5 (12), pp 60 – 74.
- Azhar, Nor Edi binti Mohammad and Noriza, binti Mohd Saad. 2010. Working Capital Management: The Effect of Market Valuation and Profitability in Malaysia. *International Journal of Business and Management*, Vol 5, No. 11, pp 140 – 147.
- Charitou, Melita., Petros Lois and Halim Budi Santoso. 2012. The Relationship between Working Capital Management and Firm's Profitability: An Empirical Investigation for An Emerging Asian Country. *International Business & Economics Research Journal*, Vol 11, Number 8, pp 839 - 848.
- Ching, Hong Yuh, Ayrton Novazzi, and Fábio Gerab. 2011. Relationship Between Working Capital Management And Profitability In Brazilian Listed Companies. *Journal Of Global Business And Economics*, Volume 3. Number 1, pp 74 – 86.
- Deloof, M. 2003. Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?, *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 30, Nos. 3-4, pp 573-587.
- Eljelly, A.M.A. 2004. Liquidity-Profitability Tradeoff: An Empirical Investigation in an Emerging Market. *International Journal of Commerce and Management*, Vol. 14, No. 2, pp 48-61.
- Falope, Olufemi I. and Ajilore, Olubango T. 2009. Working Capital Management and Corporate Profitability: Evidence from Panel Data Analysis of Selected Quoted Companies in Nigeria. *Research Journal of Business Management*, 3 (3), pp 73 – 84.

- Garcia, Joana Filipa Lourenço, Francisco Vitorino Martins, Elísio Brandão. 2011. *The Impact of Working Capital Management upon Companies' Profitability: Evidence from European Companies*. Faculdade de Economia da Universidade do Porto, 1 – 41.
- Gill, Amarjit, Nahum Biger, and Neil Mathur. 2010. The Relationship Between Working Capital Management And Profitability: Evidence From The United States. *Business and Economics Journal*, Volume 2010 : BEJ 10, pp 1-9.
- Gitman, Lawrence J. and Zutter, Chad J. 2012. *Principles of Managerial Finance*, 13th Edition, Prentice Hall.
- Karaduman, Hasan Agan; Halil Emre Akbas, Arzu Ozsozgun Caliskan, and Salih Durer, 2011. The Relationship between Working Capital Management and Profitability: Evidence from an Emerging Market, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 62, pp 61 – 67.
- Kaur, Harsh Vineet and Singh, Sukhdev. 2013. Managing Efficiency and Profitability Through Working Capital: an Empirical Analysis of BSE 200 Companies. *Asian Journal of Business Management* 5(2): pp 197-207.
- Magpayo, Corazon L. 2011. *Effect of Working Capital Management and Financial Leverage on Financial Performarmance of Philipine Firms*. Accountancy Department, College of Business, De La Salle University, pp 1 – 9.
- Manoori, Ebrahim And Muhammad, Datin Joriah. 2012. Determinants Of Working Capital Management: Case Of Singapore Firms, *Research Journal Of Finance and Accounting*, Vol 3, No.11, pp 15 -23.
- Nazir, M. Sajid and Afza, Talat. 2009. Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Firms' Profitability. *The IUP Journal of Applied Finance*, Vol. 15, No. 8, pp 19-30.
- Ray, Sarbapriya. 2012. Evaluating the Impact of Working Capital Management Components on Corporate Profitability: Evidence from Indian Manufacturing Firms. *International Journal of Economic Practices and Theories*, Vol. 2, No. 3, pp 127 – 136.
- Sadiamajeed, Muhammad Abdul, Madjidmakki, Saba Saleem & Tariq Aziz. 2012. The Relationship of Cash Conversion Cycle and Firm's Profitability: An Empirical Investigation of Pakistani Firms. *International Journal of Financial Management (IJFM)*, Vol 1, Issue 1, pp 80 – 96.
- Sanger, J. S. 2001. "Working capital: a modern approach", *Financial Executive*, 69.
- Saghir, Ahsen., Faisal Mehmood Hashmi, and Muhammad Nehal Hussain. 2011. Working Capital Management and Profitability: Evidence from Pakistan Firms. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 3 No. 8, pp 1092 – 1105.
- Smith, K.V. 1973. State of The Art of Working Capital Management. *Financial Management Autumn*, pp 50 – 55.

- Sunday, E. Ogundipe; Abiola Idowu, and Lawrencina, O. Ogundipe. 2012. Working Capital Management, Firms' Performance and Market Valuation in Nigeria. *International Journal of Social and Human Science* 6, pp 143 – 147.
- Teruel, Pedro Juan Garcia and Solano, Pedro Martinez. 2007. Effect of Working Capital Management on SME Profitability, *International Journal of Managerial Finance*. Vol. 3 No. 2, pp 164 – 177.
- Uremadu, S.O., Ben-Caleb Egbide, Patrick Enyi E. 2012. Working Capital Management, Liquidity and Corporate Profitability among Quoted Firms in Nigeria Evidence from the Productive Sector. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, Vol 2, Issue 1, pp 80 – 97.
- Vural, Gamse; Ahmet Gokhan Sòkmen, and Emin Huseyn Cetenak. 2012. Affect of Working Capital Management on Firm's Performance: Evidence from Turkey. *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol 2, No. 4, pp 488 – 495.
- Wijaya, Lihan Rini Puspo, Bandi, Wibawa, Anas, Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan, *Simposium Nasional Akuntansi XIII*, Purwokerto.